



徽商期货
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



美联储加速 taper 落地，贵金属 偏弱运行为主

成文日期：2021 年 12 月 24 日

摘要：

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格

皖证监函字【2013】280 号

从姗姗 贵金属分析师

从业资格号：F3044663

投资咨询资格号：Z0015333

电话：0551-62891727

Emai: congss@hsqh.net

1、2021 年在全球经济持续复苏、通胀水平走高和美联储货币政策收紧预期不断升温等因素综合影响下，贵金属板块震荡走弱。一季度受宏观经济数据表现强劲、疫苗接种加速，政策收紧等影响贵金属板块回落较大。进入二季度，变异病毒发酵、美元指数大幅走低，贵金属板块有所反弹但力度较小。三季度至今整体保持震荡偏弱，截至 12 月 17 日沪金主连年线跌 5.62%，沪银主连年线跌 14%。

2、宏观经济：2021 年全球经济持续稳定复苏，疫情对经济影响逐步弱化。美国制造业、服务业持续恢复，就业市场加速改善，但同时通胀水平也在大幅攀升，下半年以来通胀水平持续创历史新高。面对持续走高的通胀，美联储政策边际收紧加快，预计明年海外需求可能会出现一次放缓过程，但经济整体依然复苏向上。

3、通胀水平：2021 年受疫情和全球央行持续宽松货币政策影响，全球通胀水平大幅攀升。美国通胀持续创历史新高，11 月 CPI 同比大涨 6.8% 创近 40 年新高，能源、食品价格飙升是推动 CPI 上行的重要动力。美联储已经放弃了通胀是“暂时性”的表述，在 12 月利率决议中美联储对通胀表示担忧，并上调了今后三年通胀预期。伴随着原材料、能源和食品价格走高，预计明年上半年美国通胀仍有上行的空间，但美联储政策收紧预期持续升温，下半年通胀可能会有所回落。

4、就业方面：美国就业市场持续改善，虽有部分月份受疫情冲击影响，但整体表现依然乐观，失业率、初请失业金人数持续走低。美联储 12 月利率决议中表示随着疫苗接种加速和政策支撑，就业机会稳步增加，失业率大幅下降，并强调加息要考虑到是否实现充分就业。而在去年 9 月到今年 11 月美联储一直盯住的目标是通货膨胀，因此明年美国的就业指标将成为美联储重点关注的对象。

5、利率水平：2021 年上半年全球央行延续低利率政策；进入下半年，随着经济复苏、通胀水平持续抬升，部分国家已纷纷采取加息措施。6 月份之后美联储关于货币政策表态逐渐收紧，市场预期美联储加息预期大幅升温。12 月利率决议中，美联储全部官员认为明年将进行加息，且三分之二的官员认为明年至少加息三次。展望明年，



预计全球央行或进入紧缩周期，流动性将进一步收紧。美联储明年下半年大概率进入加息周期，随着美国国债利率攀升，全球资产或将面临一定压力。此外，随着美国进入加息周期，新兴市场国家借入的大量美元债务会快速膨胀，这些国家可能面临一定债务危机，并最终可能导致新兴市场国家货币崩盘，从而引发一系列连锁反应。

6、美元指数：2021年随着美国经济持续复苏、美联储政策收紧预期逐渐升温，美元指数震荡走强。展望明年，美元指数大概率维持震荡偏强走势，12月利率决议显示明年美国将会进入加息周期，此外，美国经济恢复情况好于欧洲等国家，这将继续支撑美元指数攀升。

7、综合看，美联储加速 taper 落地，明年可能提前进入加息周期，但美国通胀持续走高，这将支撑贵金属价格；随着全球流动性持续收紧，贵金属依然面临较大压力或偏弱运行为主。

风险点：经济复苏不及预期，疫情反弹，政策不及预期

一、行情回顾

图 1：沪金周 K 线走势



图 2：沪银周 K 线走势



数据来源：徽商期货研究所 文华财经

2021 年全年贵金属板块整体走势偏弱。一季度美国经济持续恢复，美债收益率大幅攀升打压贵金属价格；4-5 月在美国通胀水平不断走高、部分经济数据不及预期等因素影响下，贵金属价格有所反弹。下半年以来随着全球经济持续恢复，美联储政策收紧预期逐渐升温，美元指数持续走强，贵金属板块大幅回落。12 月美联储利率决议偏鹰，预计明年下半年美国将进入紧缩周期且加息次数较之前也有所增加，贵金属或继续偏弱运行。

二、欧美经济复苏步伐或放缓

后疫情时代全球经济稳步恢复，受益于宽松的货币政策和财政政策，今年上半年美国居民耐用品消费成为拉动美国经济增长的重要动力，但由于耐用品消费具有较强周期性，下半年以来耐用品消费对经济拉动逐步放缓，且伴随着新冠病毒持续扰动市场，全球服务业复苏乏力迹象明显，进入下半年后经济复苏步伐有所放缓。数据显示 2021 年 6 月份以来全球制造业 PMI 指数不断走低，11 月制造业 PMI 指数为 54.2，较上月回落 0.1 个百分点，创去年 8 月份以来次低；分项数据看，产出价格和投入价格虽有所回落，但依然维持较高水平，显示全球通胀压力依然较大。整体而言，全球制

制造业持续复苏，但预计随着全球央行货币政策持续收紧，明年全球制造业或继续出现放缓的可能。服务业方面，6月份以来全球服务业 PMI 呈下滑趋势，虽部分月份有所反弹但整体趋势依然偏弱。预计在变异病毒持续扰动下，服务业复苏依然面临一定压力。

图 3：全球制造业 PMI

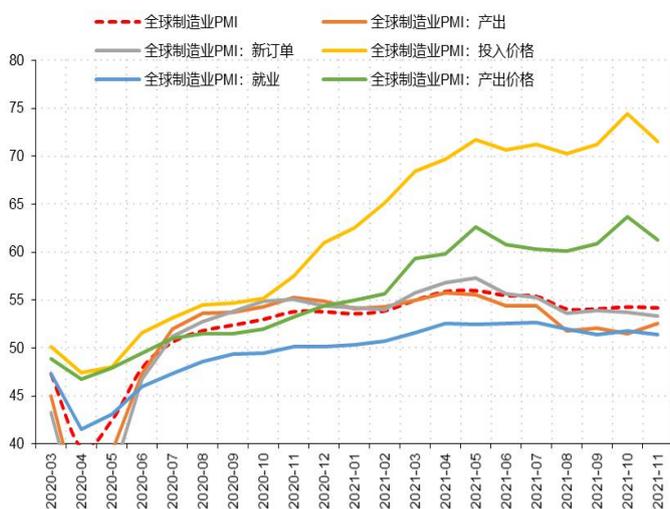
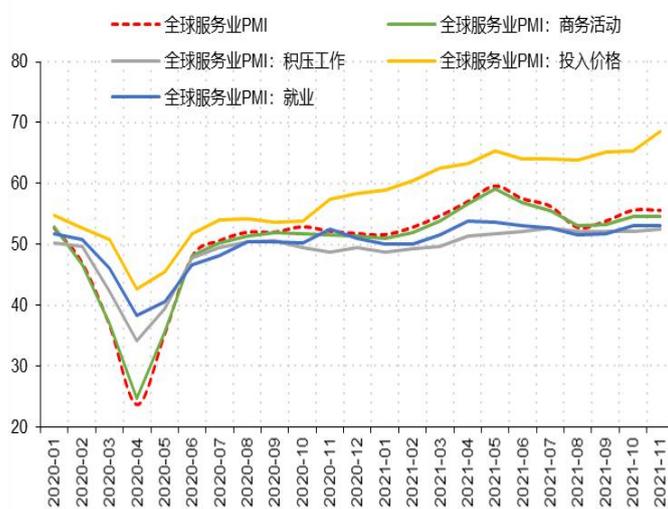


图 4：全球服务业务 PMI

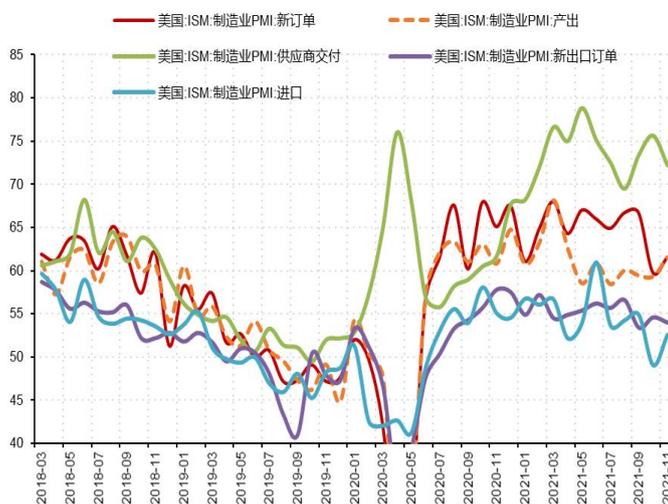


数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 5：美国制造业 PMI、服务 PMI



图 6：美国制造业分项指标



数据来源：徽商期货研究所 Wind

美国制造业复苏较全球制造业表现更加强劲，在今年 8 月达到本轮复苏的最高值，随后持续回落。近期公布数据显示，美国 12 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 初

值较上月全线回落，商业活动有所放缓。除去新冠疫情初期的价格下滑，12月制造业工厂投入价格通胀跌幅创近十年最大，表明供应链问题有所缓和。但服务业和综合PMI的价格压力依然很大，相关输入价格分项指数均创下纪录新高。美国12月Markit制造业PMI初值下滑至57.8，创2020年12月份以来新低，不及预期的58.5。美国12月Markit服务业PMI初值下滑至57.5，创9月份以来新低，不及预期的58.8。整体看，美国制造业、服务业均呈现复苏乏力迹象，预计明年随着美联储宽松政策退出和疫情持续扰动，美国制造业和服务业或持续走弱。

实物消费方面整体趋势偏弱，特别是耐用品消费在今年3月份之后同比增速持续下滑，而环比增速则在5月份见顶并在9、10两个月连续跌入负值区间。直接反应出美国对耐用消费阶段性高点已过，随着刺激政策退出，明年耐用品消费或继续走弱。零售销售方面，受美国通胀持续创历史新高影响，零售销售环比增速也呈现出持续走弱的特点。美国11月零售销售环比增长0.3%，大幅不及市场预期的0.8%，也小于前值的1.8%。从分项数据看，13种零售类别中，有5种销售较上月出现负增长，电子产品和电器零售商的收入下降居首。美国加速的通胀风险可能会继续打压消费者在未来几个月的消费，且随着财政刺激政策的不断退出，货币政策持续收紧，明年美国零售销售或继续走弱。

图7：美国耐用品订单

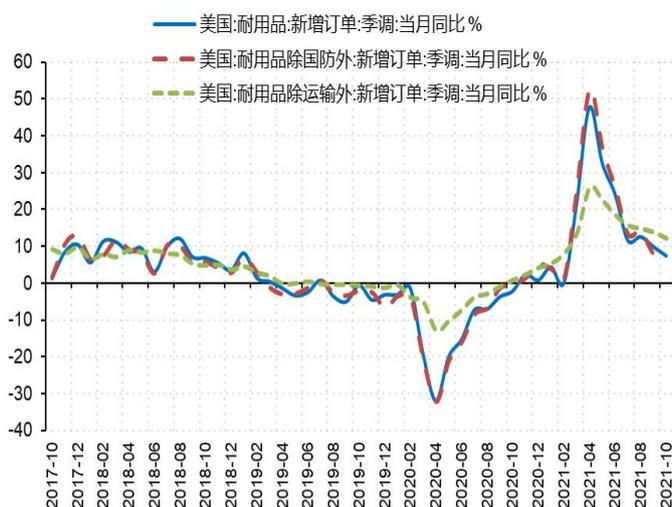
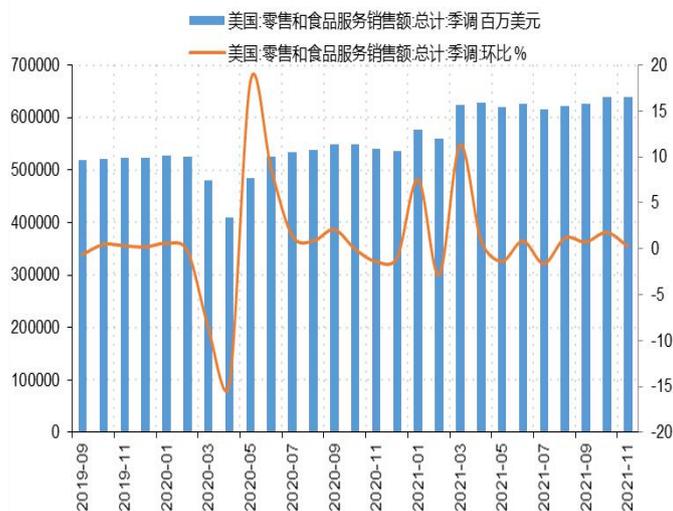


图8：美国零售销售



数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 9：美国零售销售分项数据

美国零售销售环比增速	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11
零售和食品服务总计	11.28	0.90	-1.37	0.85	-1.62	1.16	0.74	1.78	0.26
食品服务和饮吧	13.94	5.11	4.30	2.42	1.47	0.04	0.94	0.31	1.02
机动车及零部件	17.01	4.40	-4.63	-2.10	-4.30	-2.69	1.22	1.71	-0.07
家具和家用装饰	8.22	1.10	-2.11	-1.57	-0.31	1.59	-1.13	2.78	0.01
电子和家用电器	17.63	1.28	-2.58	4.44	-1.13	-4.30	0.02	3.07	-4.58
建筑材料、园林设备及物料店	14.12	-3.26	-5.69	-1.39	-1.12	1.60	0.06	2.49	0.74
食品和饮料店	0.85	0.74	1.17	0.97	-0.59	2.22	0.47	1.02	1.27
保健和个人护理店	8.05	0.10	-3.04	4.56	-0.52	0.73	-0.98	-1.39	-0.62
加油站	10.07	-1.39	1.81	3.59	2.43	1.66	3.46	3.71	1.65
服装及服装配饰店	23.94	-1.41	3.76	3.43	-2.60	0.00	2.01	0.21	0.54
运动以及文娱商店	23.67	-1.83	-1.70	-1.40	-2.04	-3.74	4.12	0.69	1.32
日用品商店	13.12	-2.43	-2.94	2.38	-1.05	3.50	-0.27	1.46	-1.19
杂货店零售业	10.91	-1.00	-3.23	4.29	1.22	2.33	3.16	1.73	-0.29
无店铺零售业	5.41	0.10	-1.19	0.10	-4.62	5.92	-0.42	4.07	0.02

数据来源：徽商期货研究所 wind

欧洲方面，2021 年全球欧洲经济保持稳步恢复，但由于欧洲疫情整体呈现出持续反弹态势，这直接扰动欧洲经济复苏进程。在政策支持和低基数影响下，一季度欧洲经济保持较高速度增长。但进入二季度后欧洲经济增速大幅放缓，一方面随着疫情持续反弹，制造业、服务业复苏受冲击；另一方面，相关政策支持力度逐渐减弱，工业产出、消费等相关指标在低位徘徊。制造业、服务业 PMI 指数在 6 月份后不断回调整理，截至 12 月欧元区制造业 PMI 指数为 58，较上月回落 0.4 个百分点，创今年 2 月份以来新低，服务业 PMI 为 53.3，较上月回落 2.6 个百分点，创今年 4 月份以来新低。展望明年随着通胀持续攀升和宽松货币政策退出，预计欧洲经济增长或面临一定压力。

图 10：欧元区工业生产指数

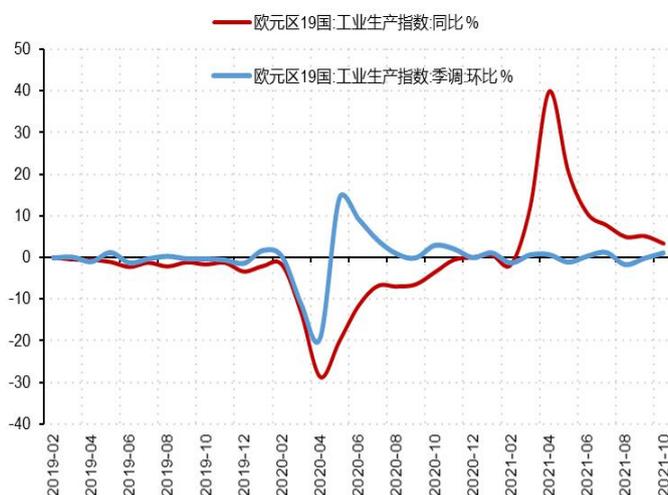
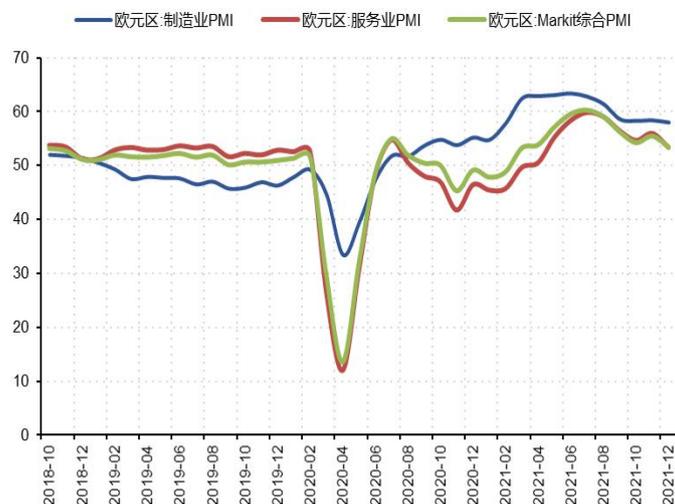


图 11：欧元区制造业



数据来源：徽商期货研究所 wind

三、通胀高企，就业市场持续改善

2021 年受疫情和全球央行持续宽松货币政策影响全球通胀水平大幅攀升。美国通胀持续创历史新高，11 月 CPI 同比大涨 6.8% 创近 40 年新高，能源、食品价格飙升是推动 CPI 上行的重要动力。美联储已经放弃了通胀是“暂时性”的表述。在 12 月利率决议中美联储对通胀表示担忧，利率决议声明中删除了有关“主要由暂时性因素引发通胀提升”的表述，并上调了今后三年通胀预期。伴随着原材料、能源和食品价格走高，预计明年上半年美国通胀仍有上行的空间，但随着美联储政策收紧预期持续升温，下半年通胀可能会有所回落。

除美国外，欧洲、中国等通胀指标也持续创历史新高，特别是全球制造业 PMI 分项指标中投入价格指数明显高于产出价格，这也反映出，原材料价格上涨对全球制造企业利润挤压较为严重，这也将持续影响经济复苏进程。明年通胀风险或有所减小，但不确定性因素在于病毒不断变异，全球供应危机短期或难以快速缓解，全球通胀风险依然较大，但随着全球流动性持续收紧，明年下半年通胀或有所回落。

图 12：美国 CPI

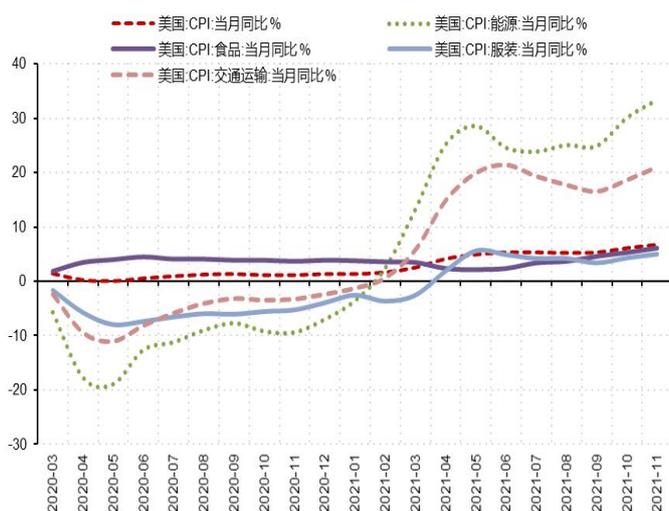
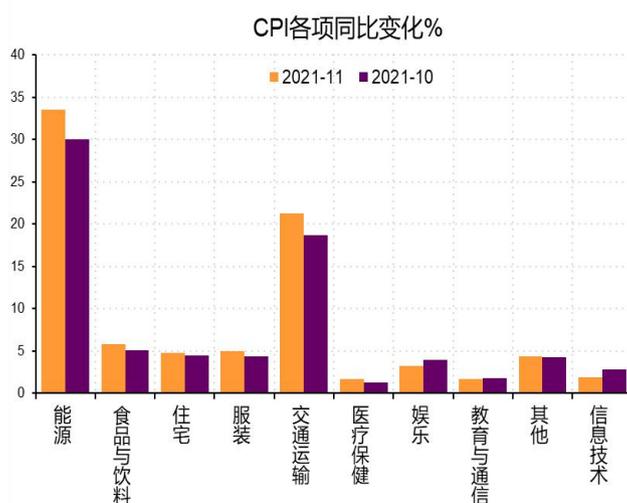
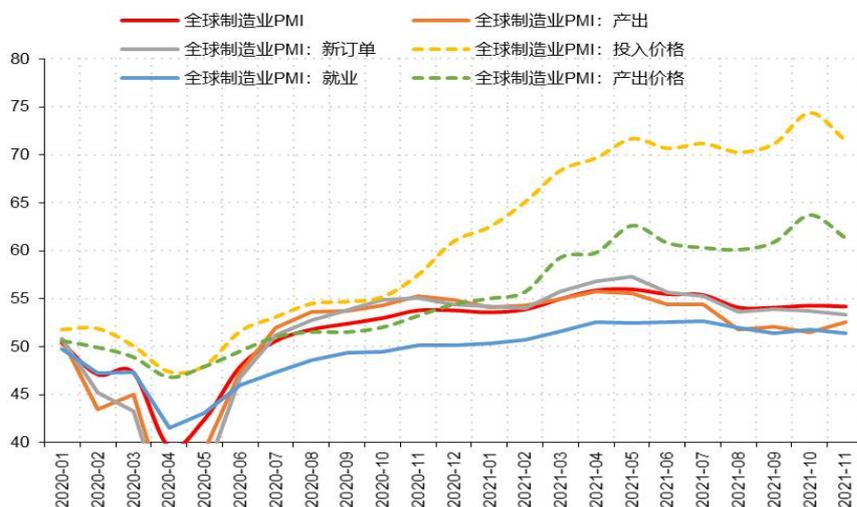


图 13：美国 CPI 各项同比



数据来源：徽商期货研究所 wind

图 14：全球制造业价格指数持续攀升



数据来源：徽商期货研究所 wind

就业方面，今年 1 月份以来美国就业市场继续改善，失业率、初请失业金、ADP 等相关指标持续修复，但部分月份受疫情冲击影响表现不太乐观，非农就业数据变动较大，部分月份出现了与其他指标相背离的情况，整体上看美国就业市场持续恢复，但并未达到充分就业状态。在 12 月利率决议声明中删除了有关“主要由暂时性因素引发通胀提升”的表述并承认“通胀超过 2% 的目标已经有一段日子”，同时维持现有联邦基金利率目标区间的限定条件也变成仅关注充分就业目标。美联储调低了今明两年对失业率预期，12 月失业率预期为 4.3%，较 9 月下调 0.5 个百分点；对 2022 年失业率预期为 3.5%，较 9 月份下调 0.3 个百分点。明年美国就业情况或继续改善，但仍然受疫情反弹影响，若就业市场持续大幅改善，美联储政策或加速收紧。

图 15: 美国失业率

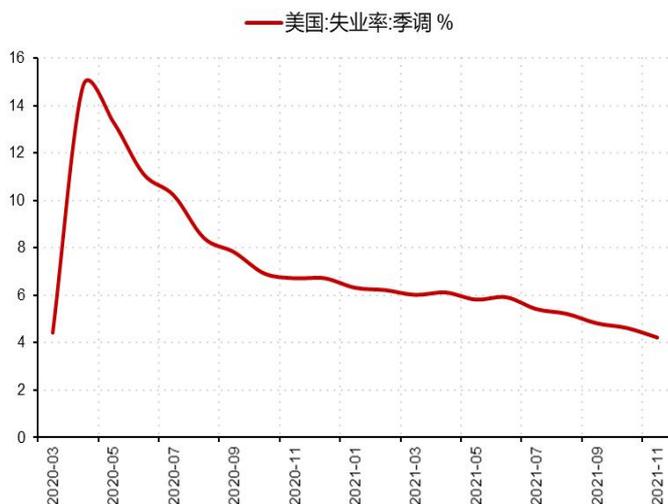


图 16: 美国非农就业人数



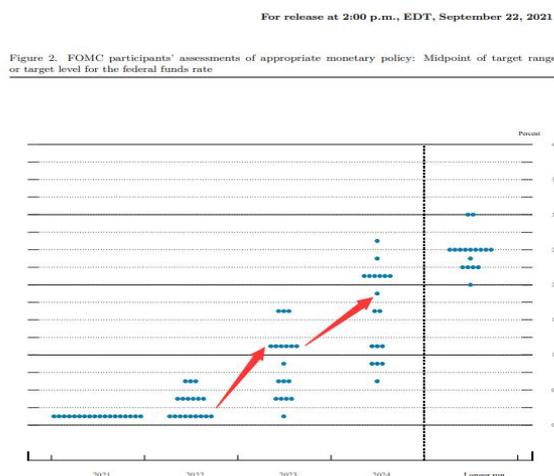
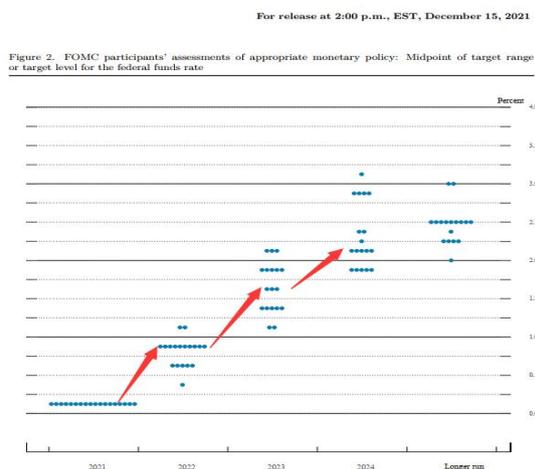
数据来源: 徽商期货研究所 wind

四、美联储加速 taper 落地，关注明年加息节奏

北京时间 12 月 16 日美联储公布 12 月利率决议，维持基准利率在 0-0.25% 区间不变，并从 2022 年 1 月开始将资产购买计划每月削减的速度翻倍至 300 亿美元（200 亿美债和 100 亿抵押支持债券），预期后续月份美联储也将按照同样的速度削减资产购买。这意味着明年 1 月的购债速度将下降至 600 亿美元，同时整个购债项目也将在一季度末结束。此外，声明中删除了有关“主要由暂时性因素引发通胀提升”的表述，承认“通胀超过 2% 的目标已经有一段日子”，同时维持现有联邦基金利率目标区间的限定条件也变成仅关注充分就业目标。经济方面，在疫苗持续接种和政策支持下经济活动和就业指标继续改善，但经济复苏路径很大程度上取决疫情的进展。

图 17：2021 年 12 月美联储利率点阵图

图 18：2021 年 9 月美联储利率点阵图



数据来源：徽商期货研究所 美联储官网

FOMC 12 月点阵图显示，18 名委员的政策立场发生了强烈转变。相较于 9 月时预计 2022 年开始加息的委员各占一半，12 月点阵图中所有委员均预期将从 2022 年开始加息，其中有 12 名委员认为明年至少将加息 3 次。委员们还认为 2023 和 2024 年将继续加息 3 次和 2 次，到 2024 年底时联邦基金利率将达到 2.1%。其中 2 名官员预计明年加息 4 次，有 5 名预计到 2024 年底联邦基金利率将达到或高于 2.5% 的中性利率。12 月点阵图较 9 月急剧转鹰，显示在经济持续改善，通胀风险急剧攀升的情况下，美联储将不得不采取措施。综合看，明年一季度美联储或结束购债，而后市场关注的焦点将是美联储加息的节奏，预计明年下半年美国将进入加息周期，持续关注美国经济复苏和疫情情况。

图 19: 美联储经济指标预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2021

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	5.5	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	5.3-5.8	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0	5.5-6.3	3.1-4.9	1.8-3.0	1.8-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	4.2-4.3	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	4.0-4.4	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3	4.5-5.1	3.0-4.0	2.8-4.0	3.0-4.0	3.5-4.5
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0	5.3-5.4	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	5.3-5.5	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.4-4.4	1.7-3.0	1.9-2.4	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.4	2.7	2.3	2.1		4.4	2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		4.4-4.5	2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2		3.5-4.2	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0-2.4	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5	0.1	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.1	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6	0.6-2.6	2.0-3.0

数据来源: 徽商期货研究所 美联储官网

会后公布的经济展望数据显示, 美联储下调了今年和后年的 GDP 增长预期, 连续两次在经济展望中下调今年增长预期, 此次上调了明年的 GDP 增速预期, 下调今明两年的失业率预期, 上调了今后三年的 PCE 和核心 PCE 通胀预期。

2021 年 GDP 预计增长 5.5%, 较 9 月公布的预期 5.9% 调低 0.4 个百分点, 2022 年和 2023 年的 GDP 预期增速分别为 4.0% 和 2.2%, 9 月分别预期为 3.8% 和 2.5%, 2024 年预期增长 2.0% 不变。

2021 年失业率预期为 4.3%, 较 9 月下调 0.5 个百分点, 2022 年为 3.5%, 较 9 月预期下调 0.3 个百分点, 2023 年预期仍为 3.5%。

2021 年、2022 年和 2023 年 PCE 通胀预期分别为 5.3%、2.6% 和 2.3%, 较 9 月预期分别上调 1.1、0.4 和 0.1 个百分点。

2021 年、2022 年和 2023 年核心 PCE 通胀预期分别为 4.4%、2.7% 和 2.3%, 较 9 月预期分别上调 0.7、0.4 和 0.1 个百分点。2024 年 PCE 及核心 PCE 预期均为 2.1% 不变。

美联储主席鲍威尔在随后的新闻发布会上表示, 通胀上升是加速缩债的原因, 经济发展和前景证明应该加快缩债, 有望在明年 3 月中旬完成缩债。关于加息立场, 鲍威尔预计政策将逐步收紧, 缩债结束和开始加息之间不会间隔太长时间, 可能在实现充分就业前加息。他同时强调, 在缩减量化宽松还在进行的时候, 加息是不合适的,

但还未就结束缩债后停止一段时间再加息的事情做出决定。如果经济放缓，那么加息的速度就会放缓。关于通胀鲍威尔表示，物价上涨的范围有所扩大，通胀可能会更加持久，鲍威尔仍然预期明年年底通胀率将接近 2% 的目标。

本次利率决议缩减购债节奏基本符合市场预期，加息预期比市场预计更加鹰派，并强调加息要考虑是否实现充分就业，通胀水平可能会继续抬升。整体而言，美联储会在明年一季度开始加息指引以应对目前美国经济的通胀问题，下半年将大概率进入紧缩周期，贵金属或面临一定压力。

五、美元指数或震荡走强

2021 年美元指数整体维持偏强走势，并于 11 月份最高触及 97 关口创 2020 年 6 月以来新高。2021 年 4 月随着欧洲防疫措施逐渐放松，欧洲经济复苏明显，欧元兑美元走势偏强，美元指数震荡回落，叠加非农就业人数大幅不及市场预期，美元指数更是大幅下挫至 90 附近。5 月中下旬美元指数维持底部震荡走势，6 月美联储利率决议偏鹰派，美元指数大幅拉涨。下半年美国经济强劲复苏，就业市场加速改善，加息预期不断升温，美元指数持续走强。展望明年，美元指数大概率维持震荡偏强走势，12 月利率决议显示明年美国将会进入加息周期，此外，美国经济恢复情况好于欧洲等国家，这将继续支撑美元指数攀升。美元指数震荡走强对贵金属有较强压制，持续关注美债收益率和美元指数走势。

图 20: 美元指数与美债收益率



数据来源: 徽商期货研究所 wind

六、风险事件

随着各国新冠疫苗持续接种, 部分国家疫情形势有所好转, 但 omicron 变异病毒持续传播依然是较大的风险因素, 目前看虽然 omicron 传染性高, 但致死率并不高, 同时在接种现有疫情前提下再接种第三针就能对变异病毒形成一定保护。预计明年一季度疫情扰动或有所缓解。综合看, 疫情持续蔓延、国际关系紧张等因素对贵金属构成一定支撑。

七、投资机会与风险

综合看, 伴随着全球经济持续复苏, 各国宽松政策或逐步退出, 明年上半年经济复苏步伐或有所放缓。此外, 通胀风险不断增加, 预计明年下半年美联储将大概率进入加息周期, 这将对贵金属构成较强压制, 预计黄金震荡偏空; 白银工业属性偏强, 在经济持续复苏下白银工业需求或有所提振, 持续关注白银交易价值。

风险点: 经济复苏不及预期, 疫情反弹, 政策不及预期

【免责声明】本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。



勤勉 · 创新 · 和协 · 诚信

徽商期货有限责任公司

地址:合肥市芜湖路258号

邮编:230061

电话:0551-62865913

传真:0551-62865899

网址:www.hsqh.net

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信